

др *Кашарина* ЂУЛИЋ
доцент Факултета за економију, финансије и администрацију

Тања КУЗМАН, мастер
асистент на Факултету за економију, финансије и администрацију

ТРАНСПАРЕНТНОСТ ПОСЛОВАЊА ЛИСТИРАНИХ КОМПАНИЈА У СРБИЈИ*

Резиме

Београдска берза уређује реулисано иржииије и Мултиилайералну ирривачку илайформу – МТП BELEX. Реулисано иржииије чине два сеиенниа лисиииниа – prime listing и standard listing, а иосииоји и годиини сеиенни – оиворено иржииије. Харииије од вредности моју биии ирхиваиене у два сеиенниа лисиииниа уколико комиианије које су их издале исиунавају сироже услове везане за њихове иословне резултиаије, мишљење овлашћеној ревизора, минималну количину кайишала, free float, иолииику дивиденди, ликвидности, иид. Нарочиио, лисиииране комиианије се суочавају са далеко вишим сииандардима у иоилегу иррансиренности и објављивања у иорееењу са комиианијама које су коиииране, али не и лисиииране. У Србији, 1.092 комиианије су коиииране на Београдској берзи али само осам је лисииирано. Ауиорке ће оцениии квалитет ииформација које су објавиле највеће српске комиианије, кроз анализу која ће одиовриии на следећа иишпања: (1) да ли ииих осам лисииираних комиианија

* Овај чланак је део истраживачког пројекта „Унапређење конкурентности Србије у процесу придруживања ЕУ“, бр. 47028, за период између 2010–2014, који подржава Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

Захвалности: Захваљујемо се нашим стручним сарадницима Александру Калебићу, Ани Шаренац и Јанку Радовановићу, који су значајно допринели писању овог рада.

испуњавају своје законске обавезе у погледу објављивања и (2) да ли ово објављивање гарантује инвеститорима висок степен транспарентности и добар квалитет информација. Ауторке ће ипак давати преоруке за евидентна побољшања.

Кључне речи: квалитет информација, листиране компаније, објављивање, транспарентности.

I Увод

Редовне, правовремене, поуздане и упоредиве информације су кључне због чињенице да власници капитала не могу да донесу информисану одлуку о улагању без њих. На макро нивоу, недостатак информација доводи до веће цене капитала и неефикасне расподеле средстава. Квалитетне информације омогућавају акционарима и јавности да процене рад управе компаније, док у исто време обезбеђују управи компаније квалитетне инструменте који им омогућавају да ефикасно и ефективно управљају компанијом. Недостатак информација на макро нивоу резултира неефикасном расподелом средстава, високим степеном системског ризика и већом ценом капитала.

Према *OECD* принципима корпоративног управљања, компаније треба да обезбеде тачне информације о свим материјалним чињеницама везаним за компанију, укључујући финансијску ситуацију, перформансе, власништво и управљање компанијом.¹ С друге стране, објављивање значи омогућавање приступа информацијама свим заинтересованим странама, невезано за сврху прибављања информација, путем транспарентне процедуре која гарантује лако налажење и прибављање информација.² Методи ширења информација треба да обезбеде правичан, правовремен и трошковано ефикасан приступ свим релевантним информацијама од стране свих заинтересованих страна. Управа компаније као примарну одговорност има установљавање ефективног интерног система (мрежу подстицања и санкција) за прикупљање, процесуирање, прегледање и објављивање релевантних информација акционарима, заинтересованим странама, регулаторним и надзорним органима и тржишту у целини. Систем треба да обезбеди једнак приступ информацијама свим странама, као и санкције за неусклађивање правила и процедура.

Кузман и Ђулић објашњавају да су транспарентност и објављивање кључни из пет главних разлога: корпоративни углед, поверење у

1 OECD, *Principles of Corporate Governance*, Paris, 2004.

2 IFC и Београдска берза, *Приручник за корпоративно управљање*, Београд, 2011.

компаније, притисци свих заинтересованих страна, економска перформанса и истинска брига за добробит друштва.³ Штавише, неколико аутора је закључило да ће уз лоше обављање објављивања, цене на тржиштима капитала бити значајно веће и резултирати нижом ликвидношћу, као и неразвијеним тржиштима капитала.⁴ Lang, Lins и Maffett такође налазе доказ да у земљама са нижим степеном заштите инвеститора и захтева везаних за објављивање (што је обично ситуација у већини земаља у транзицији као што је Србија) постоји висок степен позитивне корелације између транспарентности и ликвидности тржишта капитала.⁵ Они такође закључују да компаније са вишим степеном транспарентности имају и ниже цене капитала.⁶

У кратком року се понекад може чинити да је низак ниво транспарентности исплатив, али дугорочно, трошкови превазилазе добит. Најјачи доказ у прилог ове изјаве је да је светска економска криза показала да трошкови нетранспарентности могу да погоде много више људи, а не само оне који су за нетранспарентно пословање били одговорни. Компаније треба убедити да им је транспарентност у интересу, да је то њихово средство и компаративна предност, а не терет.

У земљама у транзицији, недостатак јасног захтева за информацијама од стране постојећих и могућих акционара остаје првенствени разлог зашто компаније нису заинтересоване за објављивање чак и законски тражених информација.⁷ Без активних примарних и секундарних тржишта, компаније немају никакав подстрек да буду транспарентне и да објављују све релевантне информације. Недостатак јасно дефинисане тражње и неразвијена примарна и секундарна тржишта остају главни разлог зашто компаније немају подстрек да учине информације доступним.⁸ У већини земаља југоисточне Европе регулаторни захтеви у погледу објављивања су прилично високи, али се често не примењују у пракси.⁹ Због ове чињенице, поузданост објављених информација

3 Tanja Kuzman, Katarina Đulić, *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: Challenges of the Economic Era: Book of Proceeding from the 1st International Scientific Conference, Economic and Social Development*, Varazdin and Celje, 2012, стр. 526–536.

4 Lawrence L. Glosten, Paul R. Milgrom, „Bid-ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 1983, стр. 71–100, Albert S. Kyle, „Continuous Actions and Insider Trading“, *Journal of the Econometric Society*, Vol. 53, No. 6, 2009, стр. 1315–1335, Mark Lang, Karl V. Lins, Mark Maffett, „Transparency, Liquidity, and Valuation: International Evidence“, *Journal of Accounting Research*, Vol. 50, No. 3, 2009, стр. 729–774.

5 M. Lang, K. V. Lins, M. Maffett, *нав. чланак*, стр. 729–774.

6 M. Lang, K. V. Lins, M. Maffett, *нав. чланак*, стр. 729–774.

7 Катарина Вељовић, *Корпоративно управљање и концентрација власништва*, докторска дисертација, Економски факултет Универзитета у Београду, 2007.

8 T. Kuzman, K. Đulić, *нав. рад*, стр. 526–536.

9 K. Вељовић, *нав. дело*.

остаје централни проблем. Глобална економска криза је довела до губитка поверења у информације које су компаније објавиле. Стога, у већини земаља југоисточне Европе транспарентност остаје најслабија карика корпоративног управљања. Ово такође произилази из чињенице да земље у транзицији нису изложене притисцима глобалних тржишта и свих заинтересованих страна.¹⁰ *Chowdury* и *Mavrotas* објашњавају да се на транспарентност и објављивање гледа као на витални аспект инфраструктуре у покушају да се добије приступ глобалном капиталу, нарочито у економским тржиштима у раној фази развоја.

Циљ овог рада је да оцени степен транспарентности осам листираних компанија на Београдској берзи анализирајући: (1) да ли испуњавају обавезе везане за објављивања које прописује закон и (2) да ли ова објављивања инвеститорима гарантују висок степен транспарентности и добар квалитет информација. Рад је структуриран на следећи начин: у наредном делу рада, законски захтеви у погледу транспарентности и објављивања ће бити упоређени са најбољом праксом; у трећем делу ће бити описана методологија коришћена за оцену степена транспарентности; четврти одељак ће дати објашњење законских захтева у погледу транспарентности и објављивања; у петом одељку, ауторке ће презентovati резултате, док ће у последњем делу рада бити наведени закључци и дате препоруке.

II Законски захтеви у поређењу са најбољом праксом

Законске захтеве у погледу транспарентности и објављивања у Србији прописује Закон о привредним друштвима, Закон о тржишту капитала и Правилник о листингу Београдске берзе. Закон о привредним друштвима и Закон о тржишту капитала прописују опште законске захтеве у погледу транспарентности и објављивања, док Правилник о листингу прописује много строже и веће захтеве које компаније морају да испуне да би биле листиране на Београдској берзи.

Београдска берза управља регулисаним тржиштем и Мултилатералном трговачком платформом – МТП *BELEX*. Регулисано тржиште чине два сегмента листирања – *prime listing*, *standard listing* и додатни сегмент – отворено тржиште. Хартије од вредности могу бити прихваћене на *prime* или *standard listing* ако компаније које су их издале испуњавају далеко строже захтеве везане за њихове пословне резултате, мишљење овлашћеног ревизора, минималну количину капитала, *free float*, политику дивиденди, ликвидност, итд. Нарочито, листиране компаније се суочавају са много вишим стандардима у погледу транспарентности и објављивања у поређењу са компанијама које су котиране, али не и ли-

10 Т. Kuzman, К. Đulić, *нав. pag*, стр. 526–536.

стиране. У Србији, 1.092 компаније су котиране на Београдској берзи (BELEX), а само осам је листирано.

Циљ ауторки је да оцене степен транспарентности и објављивања у тих осам листираних компанија на Београдској берзи, као и да донесу закључак о квалитету објављених информација. Али пре овог истраживања, ауторке су желеле да упореде законске захтеве везане за транспарентност и објављивање које прописују Закон о привредним друштвима, Закон о тржишту капитала и Правилник о листингу са најбољом праксом у овој области. Приручник за корпоративно управљање, који је објавила Међународна финансијска корпорација (IFC) у Београду 2011. године представља адекватан извод најбоље праксе у погледу транспарентности и објављивања. Законска и подзаконска акта у Србији у највећој мери инкорпорирају најбољу светску праксу у овој области када су у питању захтеви који се тичу годишњих извештаја и финансијских извештаја. Закон налаже много строжу и директнију обавезу, док их најбоља пракса превазилази и даје додатне предлоге везане за информације које би биле од јавног значаја. Један пример може да буде објављивање везано за поверљиве и инсајдерске информације и савет како поступати са овим информацијама. Српски закон наводи објављивање инсајдерске информације као захтев, али је дефиниција инсајдерске информације сложена и нејасна. Иако дефиниција инсајдерске информације постоји у Закону о тржишту капитала, она је непотпуна тако да компаније треба даље да је прецизирају кроз њихове интерне процесе. Једна од примећених разлика је у области финансијског извештавања. По закону, полугодишњи и квартални извештаји морају да садрже биланс стања, биланс успеха, промене у капиталу и извештај о токовима готовине за текући период и поређење са прошлогодишњим радом. Међутим, најбоља пракса предочава да ово поређење треба да укључује пет претходних година. С друге стране, најбоља пракса детаљније обрађује пословање извршног менаџмента, будуће циљеве, стратегију и планове који не могу да се нађу у законским захтевима и дефинитивно не у том опсегу. Захтеви везани за позивање на скупштину акционара и записници са тих седница су детаљније прописани законом него што то захтева најбоља пракса. Закон у овом погледу јасно наводи детаље који морају бити објављени, док најбоља пракса саветује да све релевантне информације треба да буду објављене али не детаљно. Дефинисање циља и мисије компаније није законски захтев иако их најбоља пракса препознаје као веома значајне за екстерне инвеститоре. Информације везане за имена акционара који поседују 5% или више од свих уписаних акција морају бити објављене по српском закону, али имена мањинских акционара испод прага од 5% нису законски захтев. За разлику од законских захтева, најбоља пракса наводи да информације везане за имена акционара треба да буду објављене независно од тога који проценат од свих уписаних акција поседују. На крају,

али не мање важна је и разлика између законског захтева за српске листиране компаније и најбоље праксе у погледу информација везаних за извршни менаџмент и њихове накнаде. Иако не постоји законски захтев за објављивањем ових информација, најбоља пракса их наводи као скоро обавезне.

На основу овог поређења можемо закључити да се законски захтеви за листиране компаније у Србији поклапају са најбољом праксом у већој мери. Главна разлика је да закони постављају минимум захтева компанијама када су информације у питању, док најбоља пракса више залази у детаље, увек стављајући интерес инвеститора на прво место.

III Методологија

Ауторке су проучиле законске захтеве које прописују Закон о привредним друштвима, Закон о тржишту капитала и Правилник о листингу Београдске берзе и направиле списак законских захтева везаних за транспарентност и објављивање. Овај списак је затим коришћен као референтни оквир за оцену да ли осам листираних компанија на Београдској берзи испуњавају обавезе објављивања које прописују закони и правилник. Да би оцениле да ли нека компанија испуњава законске захтеве о објављивању одређених информација, ауторке су прегледале интернет странице листираних компанија и информације доступне на њиховим профилима у оквиру интернет странице Београдске берзе. На тај начин, било је могуће утврдити које од законских захтева ових осам листираних компанија испуњавају. Табела са резултатима ове анализа саставни је део овог рада и налази се у прилогу, као и кратак осврт на праксу објављивања појединачних компанија.

У другом кораку, ауторке су желеле да оцене да ли објављивање гарантује инвеститорима и висок степен транспарентности и добар квалитет информација. На пример, у оквиру другог корака њиховог истраживања, ауторке су испитивале да ли годишњи извештаји садрже следеће информације: финансијски извештај; изјаву особе која припрема извештај; имена, позицију и дужности одговорних лица унутар компаније; ревизорски извештај; пословни извештај; истинит приказ пословања компаније; финансијско стање и стварну вредност имовине компаније; процену будућег пословања компаније; кључне претње и ризике; недавне промене у политици компаније; кључне пословне догађаје/прилике; пословне аранжмане са повезаним компанијама/лицима; активности везане за истраживање и развој; информације везане за стицање сопствених акција. Кроз други корак, ауторке су имале прилику да погледају и квалитет обезбеђених информација, а не само испуњавање законских захтева од стране компанија.

IV Захтеви везани за објављивање

Као што је претходно речено, ауторке су прво направиле списак законских захтева везаних за транспарентност и објављивање у Србији. У сврху ове анализе, законски захтеване информације су класификоване као „финансијске“ или „не-финансијске“. Чланак се усредсређује на информације које треба да буду стално објављиване и ажушне или јавне. Неки законски захтеви који су везани за врло специфичну ситуацију (као што је промена статуса или ликвидација компаније), нису биле предмет анализе ауторки.

Захтеване *финансијске* информације односе се на годишње, полу-годишње и кварталне финансијске извештаје компаније. Инвеститори се ослањају на ове квантитативне финансијске информације да би добили прецизну слику пословних активности компаније и финансијског стања.

Према српском закону, јавно акционарско друштво мора да припреми свој годишњи извештај, да га објави и достави Комисији за хартије од вредности и Београдској берзи, у року од четири месеца после краја сваке финансијске године. Компанија треба да обезбеди да годишњи финансијски извештај буде доступан јавности најмање пет година после датума објављивања.

Закон налаже да сваки годишњи извештај мора да укључује: (1) годишње финансијске извештаје укључујући и ревизорски извештај; (2) годишњи извештај о пословању; (3) изјаву лица одговорних за припрему годишњег извештаја, са наведеним именима, позицијама и одговорностима у компанији, који изјављују да је, колико је њима познато, годишњи извештај припремљен у складу са свим релевантним стандардима међународног финансијског извештавања (*IFRS*) и да одражава прецизне и објективне информације о активи, пасиви, финансијској позицији и раду, добити и губицима, токовима готовине и променама на капиталу, укључујући и њена повезана лица у консолидованим извештајима.

С друге стране, годишњи извештај о пословању компаније мора да: (1) истинито представља развој и перформансе компаније, а нарочито њену финансијску позицију, као и све релевантне информације везане за вредновање активе компаније; (2) описује очекивани будући развој компаније, промену њене политике, као и да да опис главних ризика и претњи са којима се компанија суочава; (3) наведе све значајне пословне догађаје који су уследили после краја финансијске године на коју се извештај о пословању односи; (4) наведе све значајне трансакције

са повезаним лицима; и (5) објави активности компаније везане за истраживање и развој.

Осим годишњег извештаја, јавно акционарско друштво мора да припреми и полугодишњи извештај за првих шест месеци финансијске године, правремено и не касније од два месеца после краја полугодишњег периода о коме се извештава, у складу са правилима која се односе на годишњи извештај. И овај извештај треба да се објави и достави Комисији за хартије од вредности и *BELEX*-у и да се учини доступним јавности на период од најмање пет година од дана његовог објављивања.

Према српском закону, полугодишњи извештаји укључују: (1) скраћени биланс стања; (2) скраћени биланс успеха; (3) скраћену изјаву о променама на капиталу; (4) скраћену изјаву о токовима готовине, који сви укључују упоредне информације за (исти) период претходне године; (5) напомене уз полугодишње извештаје, које морају да укључују одговарајуће информације за омогућавање поређења полугодишњих и годишњих извештаја, као и одговарајуће информације и појашњења потребна да би улагачи разумели све значајне промене у односима и догађајима који су утицали на биланс стања и биланс успеха; (6) полугодишњи извештај о пословању компаније који мора да садржи опис свих значајних догађаја који су се десили у првих шест месеци финансијске године; и (7) изјаву лица одговорних за припремање полугодишњег извештаја, сличну оној поменутој код годишњег извештаја. У случају да јавно акционарско друштво има обавезу да припреми своје финансијске извештаје у годишњем извештају на консолидованој основи, финансијски извештаји припремљени за полугодишњи извештај такође треба да буду припремљени на консолидованој основи и објављени као такви. У случају да су полугодишњи финансијски извештаји ревидирани, јавно акционарско друштво ће такође објавити јавности ревизорски извештај у складу са условима и у оквиру горенаведеног временског оквира.

Јавно акционарско друштво које је још листирано на регулисаном тржишту мораће још објавити и квартални извештај и доставити га Комисији за хартије од вредности и *BELEX*-у не касније од 45 дана после истека сваког од прва три квартала текуће финансијске године и обезбедиће да је такав извештај доступан јавности на период од најмање пет година од дана његовог објављивања.

Категорија *не-финансијских* информација је много разноврснија. Да би олакшале анализу, ауторке су категорисале тражене не-финансијске информације у логичне групе повезаних информација. На тај начин, ауторке су идентификовале: интерна акта компаније; информације везане

за скупштину акционара (СА); информације које се тичу дивиденди; информације везане за пласман хартија од вредности; и информације везане за остале проблеме који се тичу корпоративног управљања.

Анализа је започета на интернет страницама компанија и настављена је на сродним линковима интернет странице *BELEX*-а. Интернет странице компанија (и *BELEX*-а) су лако доступне јавности по ниским ценама и треба да се користе као снажно средство комуникације. За сваку компанију појединачно, ауторке су прво одредиле да ли су информације на интернет страницама доступне и на српском и на енглеском језику, пошто је интернет страница на енглеском језику данас неопходна да би се комуницирало са много широм базом инвеститора и клијената.

Категорија информација везана за СА је веома разноврсна и укључује много различитих докумената. Почиње позивом на СА који треба да садржи довољно информација које треба да омогуће акционарима да активно учествују на СА. Обавештење са релевантним пратећим материјалима, по српском закону, може бити послато поштом (или електронском поштом ако се акционар сагасио) или постављено на интернет страницу компаније, што би било у складу са најбољом праксом. Према српском Закону о привредним друштвима, позив на СА мора да укључује следеће: датум позива; датум, место и време одржавања СА; дневни ред; информацију о времену и месту где акционари могу да добију све релевантне материјале везане за СА (уколико материјали нису на интернет страници); информације о правима акционара и релевантним процедурама које ће им омогућити да остваре ова права и формулар за пуномоћје. Слично томе, записници са СА морају бити објављени на интернет страници компаније. Записници, то јест, записи и белешке са СА треба да укључују: датум и место одржавања СА; име лица које је задужено за вођење белешки са СА; имена лица која су у гласачкој комисији; сиже дискусија везаних за сваку тачку дневног реда; резултате гласања везане за сваку тачку дневног реда; питања акционара и дати одговори, као и примедбе акционара.

Када је реч о пласирању хартија од вредности, природно, јавна понуда хартија од вредности се једино може извршити уз претходно одобрење проспекта од стране Комисије за хартије од вредности. Проспект за сваку листирану компанију може се наћи на интернет страници *BELEX*. Уз то, компанија чијим се хартијама од вредности тргује на *BELEX*, мора најмање једном годишње да достави документ који садржи све информације које је јавно акционарско друштво објавило или учинило доступним јавности током претходних 12 месеци, у складу са свим законским обавезама. Овај документ о објављеним информацијама треба да се достави Комисији за хартије од вредности у року од 20 дана

након објављивања ревидираних годишњих финансијских извештаја и да се учини доступним јавности. На месту где се наводе објављење информације треба указати где се те информације могу добити и документ треба да укључује и изјаву која указује да су неке информације можда застареле, ако је то случај.

Уз то, уколико компанија издаје финансијски инструмент, мора да обезбеди да се инсајдерска информација која се директно тиче компаније објави што је пре могуће. Компанији је забрањено да објављује инсајдерске информације на начин који би деловао обмањујуће. Насупрот томе, мора да објављује информације на начин који омогућава брз приступ и потпуну, тачну и правовремену оцену информација. Компанија треба да, у одговарајућем временском оквиру стави на своју интернет страницу све инсајдерске информације које је обавезна да објави.

На крају, у велику групу информација везаних за корпоративно управљање, ауторке су укључиле информације које су везане за већинско власништво акција и гласачка права, посредну контролу, информације о директорима и извршиоцима (њихове личне податке и надокнаду) и друге структуре и политике корпоративног управљања.

V Доступне информације и њихов квалитет

Истраживање је показало да осам компанија које су листиране на *BELEX*, генерално, испуњавају законске услове, али да је квалитет објављених информација релативно лош, да је често тешко пронаћи све информације и да неки подаци, који су важни за инвеститоре, али које закон изричито не захтева, недостају.

Генерално гледано, компаније прилично добро испуњавају услове објављивања финансијских информација. Све компаније имају годишње финансијске извештаје са мишљењем ревизора за 2010. и 2011. годину (годишњи финансијски извештаји са мишљењем ревизора за 2012. годину нису били завршени у време када је истраживање завршено). За пет компанија на примарном тржишту, годишњи извештаји за последње четири (или више) година су били доступни са једним изузетком (Аеродром Никола Тесла). Код три компаније на стандардном тржишту ситуација је слична, мада је за једну компанију (Алфа Плам) било прилично тешко пронаћи годишње извештаје на интернет страници компаније. Полугодишњи и квартални извештаји су такође доступни, мада за различите временске периоде (већина компанија има ове извештаје за 2011. и 2012. годину). После усвајања два закона 2011. године (Закон о привредним друштвима и Закон о тржишту капитала)

финансијске информације су објављивање на редовној основи, али неки старији детаљнији финансијски извештаји недостају. Ова чињеница потврђује да је пракса објављивања у Србији још увек превасходно везана за законске обавезе (то јест, *top down* пре него *top bottom* приступ).

Свака компанија има информације објављене и на српском и на енглеском језику, што је похвално. Међутим, квалитет и опсег објављених не-финансијских информација би могао значајно да се побољша. Прво, када је реч о интерним актима компанија, постоје значајне разлике међу компанијама. Код приме листинга, све компаније имају бар нека доступна интерна акта. Обично се може наћи Оснивачки акт, сатут и интерни акт који се односи на СА. Други интерни акти (правилник односно пословник о раду одбора, кодекс корпоративног управљања и етички кодекс) или не постоје или нису на интернет страници. Често је врло тешко пронаћи ова документа. На пример, у неколико случајева она су била међу материјалом за СА у форми предлога за гласање. Код *standard listing*-а, компаније су објавиле своја интерна акта.

Ситуација са информацијама везаним за СА је много боља, бар што се тиче приме листинга. Све компаније на *prime* листингу имају законски захтевана документа на интернет страници. Међутим, објављивање пратећег материјала за СА на интернет страници компанија је пре изузетак него правило. Обично, интернет страница указује да акционари могу добити материјал за СА у седишту компаније. Постоје информације о дивидендама али обично у форми предлога за СА. На *sdandard listing*-у, информације везане за СА су такође објављене али су прилично непотпуне. У скоро свим случајевима, записници и одлуке СА су се налазиле на интернет страници компаније.

Информације које су везане за пласирање хартија од вредности се могу наћи на интернет страници *BELEX* (са неколико изузетака). Међутим, оне су лоше организоване. Све информације су поређане хронолошки, не постоје категорија информација и неопходно је пролазити пажљиво кроз све ставке под „Вести“ и улазити у „Архиву вести“ да би се нашла тражена информација. Ово је временски захтевно и непрактично. Једини изузетак је проспекат који је лако доступан (он је ажуриран у свим случајевима), пошто има одвојен линк. Ауторке нису ништа пронашле везано за инсајдерске информације, што би могло да значи да ове информације и не постоје.

На крају, ситуација је најлошија када је реч о информацијама везаним за корпоративно управљање. Заправо, све компаније осим НИС, скоро уопште немају информације о својим директорима и извршиоцима (у неким случајевима имена су само наведена, а у осталим случајевима није уопште било никаквих информација). Пошто су

директори и извршиоци заступници акционара који су одговорни за управљање компанијом и стварање профита, јасно је да акционари (и инвеститори) имају законско право да буду информисани о искуству, квалификацијама, накнадама и евентуалним конфликтима интереса оних који воде њихове компаније. Слично, веома мало компанија има кодекс корпоративног управљања. Обично постоји само формална изјава да је компанија усвојила кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије, без икаквих информација о усклађености са наведеним кодексом.

Пошто српски закон не садржи захтеве везане за објављивање у погледу директора и извршилаца, нити има специфична правила везана за објављивање структура и политика корпоративног управљања, ова ситуација није изненађујућа. Међутим, важно је нагласити да у овом погледу српски законски захтеви несумњиво заостају за најбољом праксом. Неадекватно објављивање праксе корпоративног управљања још једном потврђује да је објављивање у Србији још увек првенствено само и искључиво базирано на законским одредбама, а не инструмент која одржава јавно поверење, да би се смањила цена капитала и установила одговорност управе.

VI Закључак

Редовне, правремене, поуздане и упоредиве информације су суштина корпоративног управљања. У одсуству тих информација, власници капитала не могу да донесу оптималну одлуку о улагању, која резултира неефикасном расподелом средстава на макро нивоу. Квалитетне информације омогућавају акционарима и јавности да оцене рад управе. С друге стране, оне пружају менаџменту квантитативну повратну информацију која им омогућава да ефикасније управљају компанијом. Стога, недостатак информација на макро нивоу резултира високим степеном системског ризика, то јест, већом ценом капитала. Иако се понекад чини да се недостатак транспарентности може краткорочно исплатити, дугорочно, трошкови увелико превазилазе добит.

Иако српски закони покушавају да поставе више стандарде у погледу захтева везаних за објављивање, ови захтеви се ретко смислено поштују у пракси. Веродостојност објављених информација остаје централни проблем. Истраживање је потврдило очекивани резултат да је квалитет објављених информација, у вероватно најбољим српским акционарским друштвима, још увек на ниском нивоу. Овај налаз је у оштром контрасту са оним да се Закон о привредним друштвима и Закон о тржишту капитала држи и навелико прихвата принципе *OECD* и/или релевантне директиве ЕУ (вероватно најбоље праксе).

Компаније се труде да поштују слово закона али очигледно не и дух закона. Са једним или два изузетка, интернет странице осам листираних компанија су лошег квалитета и нису лаке за коришћење. Информације су лоше категоризоване – ово је истинито и у случају компанија и у случају интернет странице *BELEX*. Финансијске информације су обично присутне и лаке за налажење. Међутим, не-финансијске информације су већином непотпуне, често застареле и обично се тешко налазе. Категорије нису логичне. Већина не-финансијских информација (осим оних које су везане за СА) су хронолошки стављене под „Вести“. Даље, недостају информације о управи, интерним актима и дивидендама, као и материјали за СА, који су или непотпуни или недостају.

Недостатак транспарентности је несумњиво погоршан слабим јавним и приватним институцијама за примену закона (Комисија за хартије од вредности и судови). Међутим, ауторке верују да је заправо слаба тражња за информацијама главни узрок проблема када је реч о транспарентности и објављивању. Стварну тражњу генерише само држава (у сврху пореза) и страни инвеститори, док локални инвеститори (укључујући и комерцијалне банке) изгледа преферирају ослањање на билатералну комуникацију са компанијама и колатерал.

Можемо да закључимо да побољшање квалитета и доступност информација о компанијама захтева корениту промену у ставу према самој идеји транспарентности међу свим заинтересованим странама у Србији. Њихов негативан став се увелико може приписати веома не-транспарентном окружењу. Осим овога, компаније треба убедити да им је транспарентност у интересу, да је то предност, а не терет. У овом погледу, недостатак јасне и изражене тражње за информацијама од стране постојећих или потенцијалних инвеститора остаје главни разлог зашто саме компаније нису заинтересоване за објављивање чак ни основних, а камоли детаљнијих информација.

Добра правила корпоративног управљања која су развијена пре много времена у западним тржишним економијама, немају дугу традицију у Србији и стога нису заживеле у свакодневној пословној пракси. Она се нису развила у Србији, већ су наметнута компанијама у земљама у развоју у последњим деценијама. Као резултат, Србија углавном прати законом наметнуте стандарде објављивања, али јој још увек недостаје релевантна пословна и судска пракса. Ово је разлог што су инвеститори у Србији још увек неефикасно и неефективно заштићени и извршни менаџмент недовољно професионалан, што доводи до тешког и скупог приступа капиталу и неефикасном управљању у српским компанијама.

ПРИЛОГ 1 – РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА

	Prime Listing				Standard Listing			
	Аеродром Никола Тесла а.д., Београд	Енергопроект холдинг а.д., Београд	НИС а.д., Нови Сад	Соја протсин а.д., Бечеј	Титар а.д., Пирот	Алфа плам а.д., Угаче	Комерцијална банка а.д., Београд	Металац а.д., Ђорђи Милановац
Финансијске обавезе								
Годишњи извештај (за последњих 5 година)	Непотпуно	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Полугодишњи извештај (за последњих 5 година)	Непотпуно	Да	Непотпуно	Да	Да	Да	Да	Да
Консолидовани извештаји (годишњи и полугодишњи уколико је потребно на основу структуре компаније)	n/a	Да	Да	Да	n/a	Да	Да	Да
Квартални извештај (за последњих 5 година)	Непотпуно	Да	Непотпуно	Да	Да	Да	Да	Да
Извештај ревизора	Да	Да	Да	Непотпуно	Да	Да	Да	Да
Нефинансијске обавезе								
Интерна акта компаније	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Информације и документација која се односи на скупштину акционара:								
Текст или адреса интернет стране коју позив за скупштину (датум и време одржавања, агенда, инф. о доступном материјалу, инф. о правима акционара, формулар о пуномоћју и датум записника)	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Записник са скупштине (име особе одговорне за састављање, имена особа у гласачком одбору, преглед дискусија, резултати гласања и питања акционара)	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Документ који садржи све објављене инф. у претходних 12 месеци	Да	Не	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Информације о ХОВ	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Информације о корпоративном управљању:								
Инф. о великим акционарима и правима гласа	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Инф. о директорима и менаџменту	Не	Да	Да	Не	Да	Да	Да	Да

ПРИЛОГ 2 – ОСВРТ НА ПРАКСУ ОБЈАВЉИВАЊА

Аеродром Никола Тесла а.д. Београд

Аеродром Никола Тесла је компанија која је постала јавно акционарско друштво одлуком државе, а током овог процеса велики број акција ове компаније нашло се у власништву грађана који су исте добили бесплатно. Како су у овом раду информације подељене на финансијске и нефинансијске, транспарентност компаније Аеродром Никола Тесла битно се разликује по овим категоријама. Тако су све поменуте финансијске информације доступне али су у исто време и непотпуне у смислу обухвата. Домаће законодавство обавезује компаније да учине доступним све своје финансијске извештаје за претходних пет година уназад, док су финансијски извештаји Аеродрома доступни само за претпоследње две или чак једну годину (за последњу још увек нису објављени) било да је реч о годишњим, полугодишњим или кварталним извештајима. Треба напоменути и то да су финансијске информације доступне од тренутка када је компанија постала јавно акционарско друштво. Ипак доступне финансијске информације могу се сматрати поузданим пошто је за све њих доступно и мишљење ревизора. Када је реч о нефинансијских информација неке од њих су доступне и њихово објављивање је комплетно, али неке информације нису доступне уопште, као нпр. информације о корпоративном управљању. Све остале нефинансијске информације су доступне или на сајту саме компаније или на сајту Београдске берзе.

Енергопројект холдинг а.д. Београд

Све финансијске информације компаније могу се окарактерисати као доступне у складу са домаћим законима и то углавном на сајту компаније. Међутим не може се исто рећи и за нефинансијске информације код којих недостају документ о објављеним информацијама у последњих 12 месеци.

НИС а.д. Нови Сад

Код компаније НИС, ситуација са финансијским информацијама веома је слична као код Аеродрома Никола Тесла. Наиме, већински пакет акција компаније НИС продат је руском Гаспрому, док је држава велики број акција поделила грађанима бесплатно баш као и у случају Аеродрома. Тако су у случају компаније НИС полугодишњи и квартални финансијски извештаји доступни само за последње три године, тј. од

тренутка када је почело трговање акцијама компаније. Годишњи и консолидовани извештаји као и мишљење ревизора доступни су за период који је прописан законом. Све нефинансијске информације су такође доступне што је изузетак. Важно је напоменути и то да су све доступне информације, било да су финансијске или нефинансијске, доступне на сајту компаније што значајно олакшава приступ истим.

Тигар а.д. Пирот

Све посматране финансијске информације доступне су у складу са домаћим прописима. Све нефинансијске информације су такође доступне на званичном сајту компаније, што је веома позитивна чињеница за све оне који се интересују за пословање компаније.

Соја Протеин а.д. Бечej

Финансијске информације су доступне, али је начин њиховог објављивања неконзистентан, што отежава трагање за подацима. Тако на пример извештај ревизора није лако пронаћи за сваку годину. Информације о директорима и менаџменту нису доступне, док се само у потпису појединих докумената могло видети ко је председник одбора.

Алфа-Плаm а.д. Врање

За разлику од фирме Соја Протеин а.д., Алфа Плаm а.д. на свом сајту има објављене информације о руководећем органу (име, презиме и функцију). Оно што недостаје јесте њихова биографија како би потенцијални инвеститор био упознат са тим ко руководи тим друштвом и коме треба да повери свој новац. Кодекс о корпоративном управљању није пронађен. Квартални извештаји су објављени за претходних пет година али их је врло компликовано наћи јер се налазе у делу „вести“ на сајту берзе и захтевају претрагу по архиви. То је случај и са полугодишњим извештајима, позивима за скупштину акционара, записницима са скупштине и свим осталим документима.

Комерцијална банка а.д. Београд

На сајту Комерцијалне банке врло је лако и једноставно наћи све годишње и финансијске извештаје. Такође, врло је лако пронаћи информације о руководску банке међутим недостају њихове биографије. Сам сајт банке далеко је боље организован у смислу објављених

информација него сајт берзе где не постоји никакав ред сем хронолошки. Нефинансијске информације су транспарентније и много јасније структуриране на сајту Комерцијалне банке.

Металац а.д. Горњи Милановац

Као једна од најуспешнијих српских компанија у области производње посуђа, Металац а.д. задовољава све законом прописане обавезе објављивања информација како финансијских тако и нефинансијских. Има јасне и концизне годишње извештаје које је лако тумачити јер прате исту форму из године у годину. Простор за побољшање постоји у погледу обима доступних информација о руководству.

Katarina ĐULIĆ, PhD

**Assistant Profesor at the Faculty of Economics, Finance and
Administraton**

Tanja KUZMAN, M.A.

**Junior Faculty Member at the Faculty of Economics, Finance and
Administraton**

TRANSPARENCY OF LISTED COMPANIES IN SERBIA^{*}

Summary

Belgrade Stock Exchange manages regulated market and Multilateral trading platform – MTP BELEX. The regulated market consists of two listing segments – Prime Listing and Standard Listing, and an additional segment – Open Market. Securities may be admitted on the two listing segments if they fulfill more stringent requirements related to their business results, the opinion of the authorized auditor, the minimum amount of capital, their free float, the dividend policy, the liquidity etc. In particular, the listed companies face much higher standards in respect of transparency and disclosure relatively to companies that are quoted but not listed. In Serbia, 1.092 companies are quoted on the Belgrade Stock Exchange and only eight companies are listed. The authors will

^{*} *Acknowledgments: We would like to thank our associate researchers Aleksandar Kalebic, Ana Sarenac and Janko Radovanovic who have contributed greatly to the writing of this paper.*

assess the quality of information provided to investors by top Serbian companies by analyzing: (1) whether 8 listed companies in Serbia meet their disclosure obligations as required by the law and (2) whether these disclosure guarantees a high level of transparency and good quality of information for investors. The authors will also provide recommendations for eventual improvements.

Key words: *disclosure requirements, listed companies, quality of information, transparency.*